

深圳市写字楼运营情况及对写字楼类证券化项目的影响

结构融资四部 付亚琴 肖月

引言

深圳市作为中国特色社会主义先行示范区，同时作为粤港澳大湾区发展的核心引擎之一，近年来写字楼租赁市场表现优异。深圳市整体仍处于产业升级和数字化转型中，因此 TMT（科技、新媒体、电信）、金融行业发展迅速，为深圳市写字楼租赁市场提供了强劲的驱动力。此外，除成熟区域，深圳市规划并建设的新兴区域也不断发展，引领深圳市写字楼市场走向新的格局。本文将结合宏观及区域经济环境、政策、城市规划等方面对深圳市写字楼租赁市场运营状况进行分析，并结合以上分析结果对未来写字楼租赁市场发展进行展望，进而为资产证券化项目中深圳市写字楼类标的资产价值衡量提供参考。

深圳市写字楼租赁市场历史运营情况

2007—2020 年深圳市 GDP 同比增长率高于中国 GDP 同比增长率，深圳市发展领先全国，但整体趋势为增长放缓，与国内保持一致。受益于经济的持续增长，2007—2018 年深圳市优质写字楼租金水平基本保持上扬的发展趋势，年均增长 6.09%，2018 年三季度至峰值 212.60 元/平方米·月。仅受美国次贷危机引发的全球金融危机影响，2008—2009 年深圳市优质写字楼租金出现一定回落。进入 2019 年，中美贸易摩擦加剧，中国和深圳市 GDP 同比增长率进一步下滑，企业租赁态度趋于保守，租金开始下滑。2019 年底突发新冠肺炎疫情并持续，2020 年深圳市 GDP 同比增长率跌至 3.10%，面对疫情可能带来的持续性影响，业主对经济环境信心不足，深圳市优质写字楼市场普遍采取延长免租期、租金下调等灵活策略刺激需求，租金水平持续下降，2021 年 12 月降至 187.70 元/平方米·月。2022 年上半年，《“十四五”市场监管科技发展规划》出台，目标到 2025 年基本建立较为完善的市场监管科技创新体系，科技行业进入深度调整期，租赁需求有所放缓，2022 年 6 月底租金略降至 186.50 元/平方米·月。总体看，深圳市优质写字楼租金水平主要受经济发展环境、金融危机、新冠肺炎疫情等突发事件及行业政策等因素综合影响。

图 1 2007—2021 年深圳市和中国 GDP 同比增长率

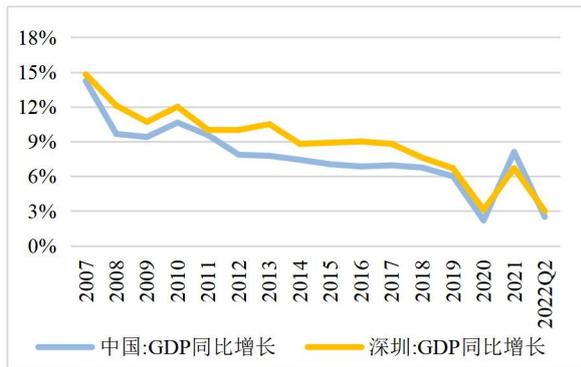
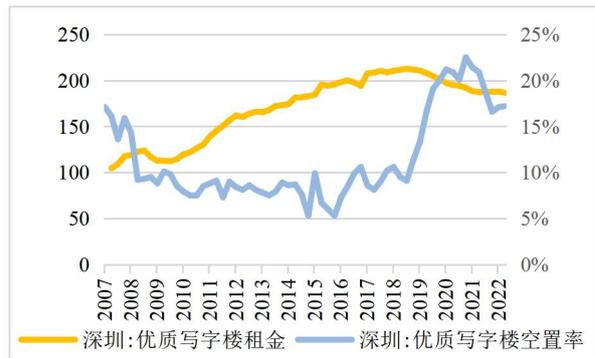


图 2 2007—2022 年 6 月深圳市优质写字楼空置率和租金

(单位:元/平方米·月)



资料来源:Wnid数据,联合资信整理

资料来源:Wnid数据,联合资信整理

2008 年深圳市优质写字楼新增供应量仅 23.85 万平方米，较 2007 年大幅降低 58.65%，虽然受金融危机影响租赁需求减少，但由于供应量较低，2008 年 12 月空置率同比下降 6.40 个百分点至 9.50%。2009—2014 年深圳市优质写字楼市场延续了低供应状态，在需求低迷的情况下基本实现供需平衡，空置率水平稳定在[5.30%,10.10%]。2015 年以来深圳市优质写字楼新增供应量不断攀升，空置率水

平波动加剧，2019年优质写字楼新增供应量达到历史新高204.20万平方米，净吸纳量80.80万平方米，市场呈现供过于求的失衡状态，空置率大幅攀升，2019年12月空置率同比上升8.63个百分点，增至20.00%。2020年，占比前两大科技和金融行业受新冠肺炎疫情影响相对较小，使得租赁市场整体需求保持一定韧性，但新增供应仍带来空置率的小幅增长。2021年新冠肺炎疫情逐渐稳定，深圳市GDP增速恢复至疫情前水平，国家出台各项政策促进科技和金融行业发展，出境受阻促进了电商行业的发展，同时租金下滑也为企业提供了换租、扩租的窗口期，新冠肺炎疫情期间停滞和延后的需求得到集中释放，优质写字楼吸纳量增至157.90万平方米，反超新增供应量46.50万平方米，2021年12月空置率同比下降5.90个百分点。2022年上半年，新冠肺炎疫情反复以及科技行业政策监管趋严抑制了科技行业需求，科技行业需求同比下降15.10个百分点，空置率略有回升。总体看，深圳市优质写字楼市场空置率主要受市场供需、经济环境和行业政策等因素的复合影响。

图3 2007—2022年上半年深圳市优质写字楼新增供应量（单位：万平方米）

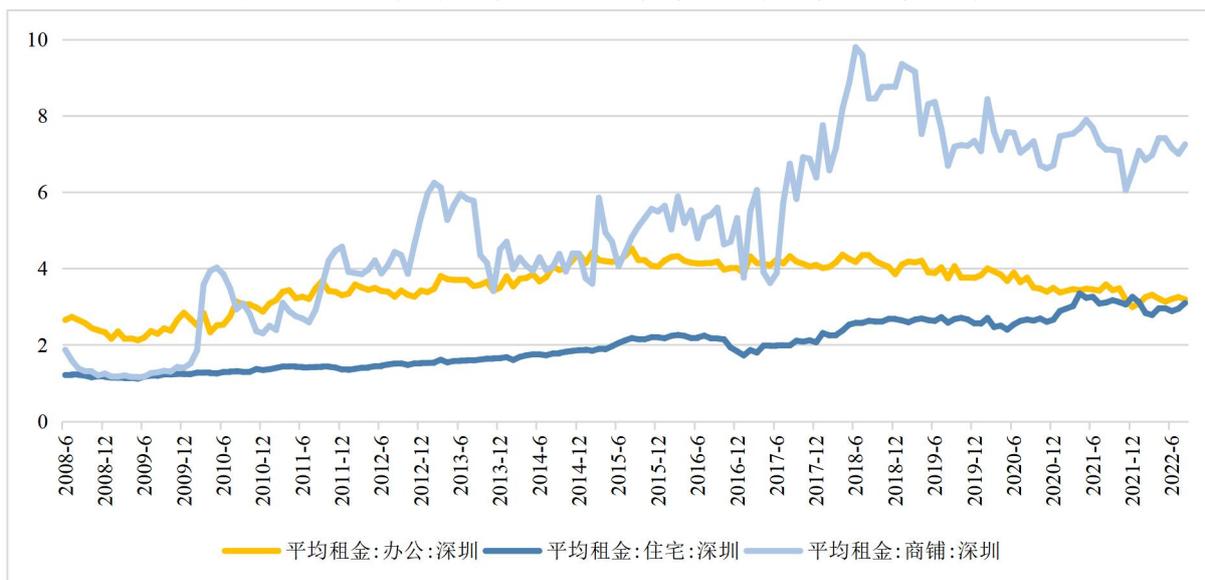


注：部分年份未公开净吸纳量数据

资料来源：Wnid数据，世邦魏理仕（CBRE）数据，联合资信整理

深圳市写字楼的高空置率背后映射着空间资源的“结构性错配”。一方面，商业用房和写字楼的空置率高企；另一方面，居住用地占建设用地面积过低，住宅供应严重不足。在写字楼空置率高企的同时，由于住宅用地供应相对不足等问题，深圳长期面对着住宅紧张、房价高企的困扰。但2019年以来，受“去杠杆”、房地产高位回落、互联网红利下沉以及贸易战的冲击等多重因素影响，深圳市写字楼市场需求受到一定遏制；此外前期金融业、TMT行业的快速发展也招致了写字楼的过快供应。写字楼市场在供给过剩与需求骤减的双重挤压下，深圳市出现部分区域商业和办公楼租金下调至同片区住房租金，甚至出现“租金倒挂”现象。深圳市房地产市场写字楼的与住宅的平均租金差距不断缩小，2021年出现平均租金低于住宅的现象。总体看，近年深圳市商业地产供给增长过快，与住宅资源结构性错配，导致供需失衡，空置率升高。

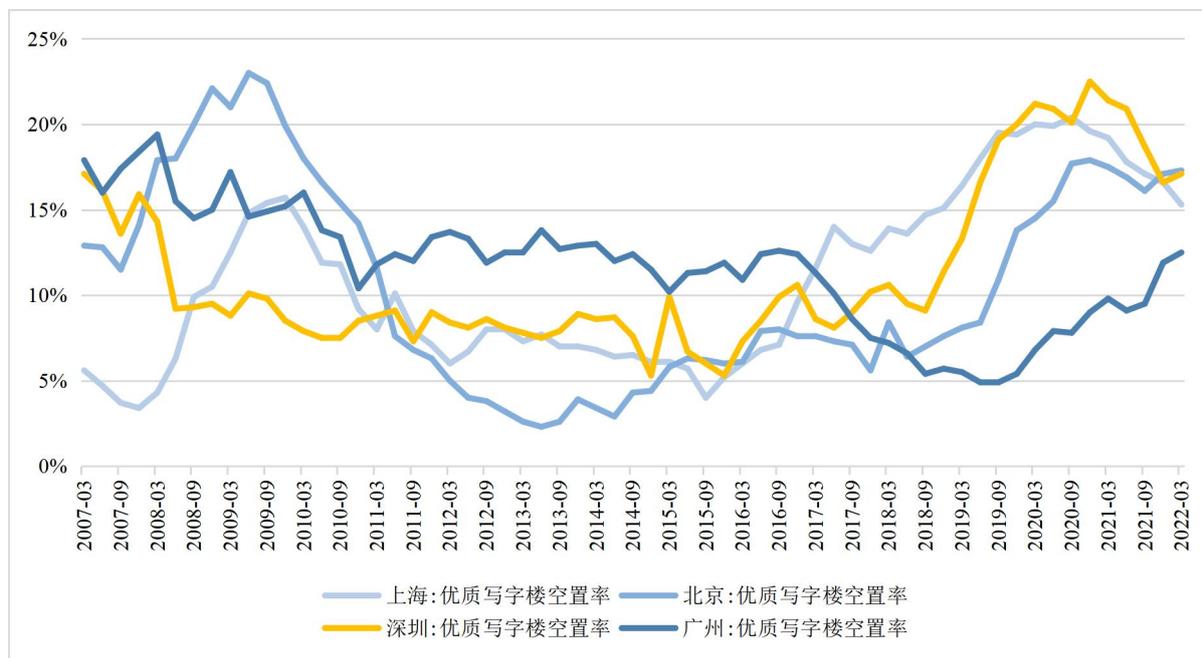
图4 2008—2022年8月深圳市办公、住宅及商铺平均租金情况（单位：元/平方米·月）



资料来源：Wnid数据，联合资信整理

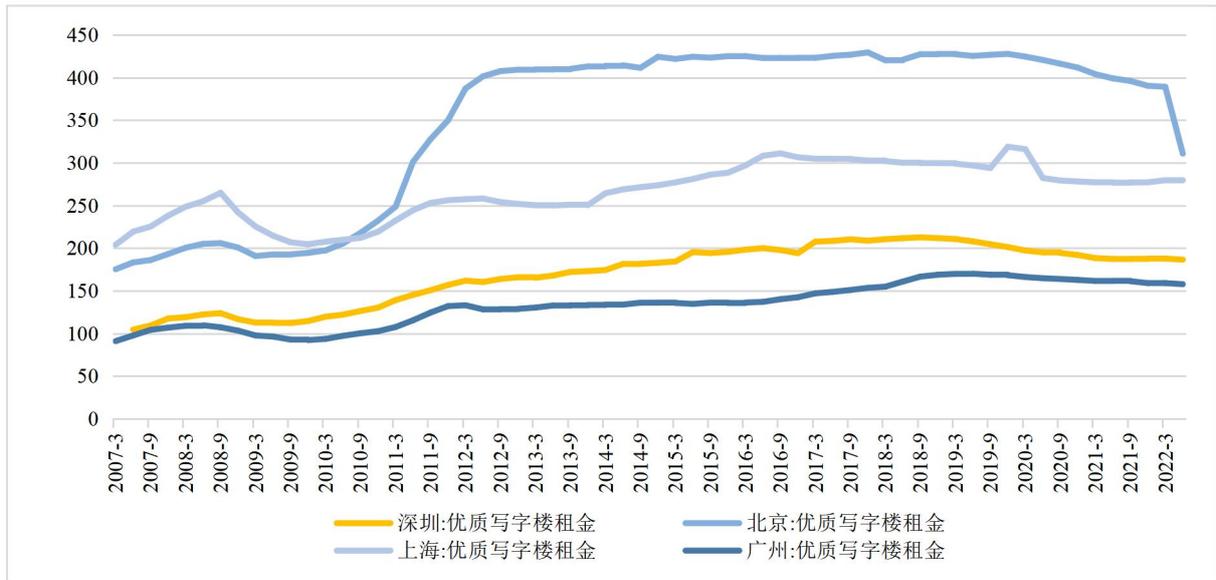
2007—2009年，受全球金融危机影响，北京市及上海市优质写字楼空置率均呈上升趋势，但深圳市因新增供应量较少，空置率不升反降。2010年以来，深圳市优质写字楼空置率和其他一线城市（北京、上海和广州）波动趋势基本一致。

图5 2007—2022年6月深圳市、北京市、上海市及广州市优质写字楼空置率情况



资料来源：Wnid数据，联合资信整理

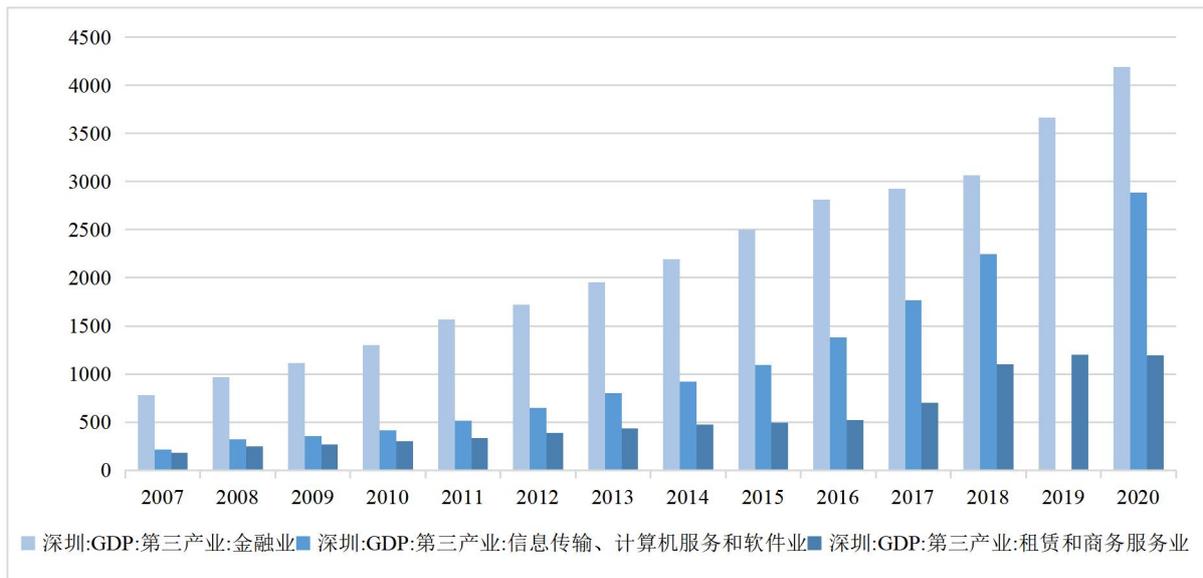
图6 2007—2022年6月深圳市、北京市、上海市及广州市优质写字楼租金情况（单位：元/平方米·月）



资料来源: Wnid数据, 联合资信整理

根据中国信息通信研究院发布的《中国数字经济发展报告（2022年）》，2021年中国数字经济规模达到45.5万亿元，同比名义增长16.2%，高于同期GDP名义增速3.4个百分点，占GDP比重达到39.8%，数字经济已成为拉动中国GDP增长的重要驱动，中国数字经济发展的城市空间牵引模式形成以北京、上海、深圳等一线城市为轴心的级联牵引格局。近年来，深圳市以产业数字化为主线，出台多项金融创新政策和鼓励扶持政策，借助粤港澳大湾区的综合交通优势，打造数字经济创新发展试验区。金融业及租赁和商务服务业在福田中心区和前海等地、TMT产业在科技园和后海等地产生聚集效应，同时头部企业的入驻起到了显著的引领效应。2007—2020年，深圳市信息传输、计算机服务和软件业GDP年均复合增长率为20.36%，租赁和商务服务业GDP年均复合增长率为14.43%，金融业GDP年均复合增长率为12.77%。**TMT行业和金融业的迅速发展为深圳市优质写字楼租赁市场提供了持续的需求，对租金起到一定支撑作用。**

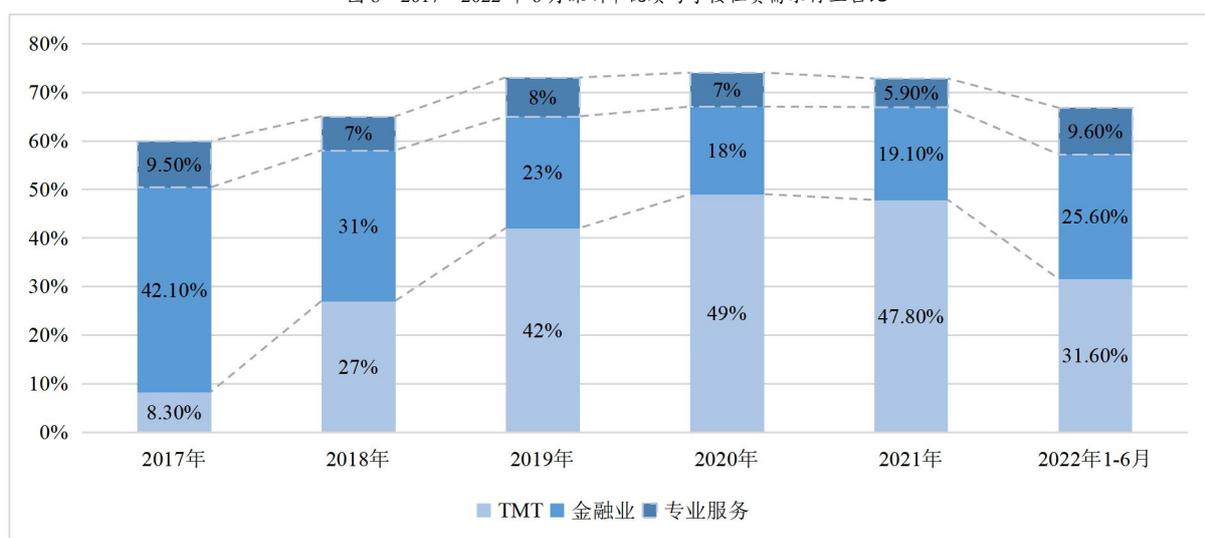
图7 2007—2020年深圳市金融业、TMT行业、租赁和商务服务业GDP情况（单位：亿元）



资料来源: Wnid数据, 联合资信整理

深圳市处在产业升级和数字化转型当中，所以 TMT 及新经济企业，尤其是龙头企业消化了多数写字楼，此外专业服务业也得益于整个经济继续活跃，成为主力需求之一。根据世邦魏理仕（CBRE）公开数据，近五年深圳市优质写字楼租赁需求前几大行业均为 TMT、金融业和专业服务，持续创造了深圳市优质写字楼 60% 以上的租赁需求。近年来深圳市 TMT 行业发展迅速，租赁需求占比从 2017 年 8.30% 增至 2021 年 47.80%，与金融业共同成为深圳市优质写字楼租赁市场的两大支柱行业。2022 年上半年受科技行业政策监管影响，TMT 行业需求大幅下降，传统金融企业（银行和基金为首）扩张促使金融业需求上升。总体来看，TMT 行业和金融行业实现了高速发展，结合行业聚集效应、头部企业引领效应，提供了大规模、较稳定的租赁需求，成为深圳市优质写字楼市场租赁需求的主要支撑，但仍需关注科技行业政策监管对 TMT 行业的影响。

图 8 2017—2022 年 6 月深圳市优质写字楼租赁需求行业占比



资料来源：世邦魏理仕（CBRE）公开数据

写字楼租赁市场未来运营情况展望

外部环境

稳定运行的经济环境可为写字楼租赁市场的良好发展夯实基础。“十四五”规划提出要保值增效，实现经济持续健康发展，将国内 GDP 年均增速保持在合理区间。中国社会科学院认为不断降低的总和生育率和人口老龄化趋势都将对供给侧因素产生直接的负向影响，最终会导致潜在经济增速放缓，预测“十四五”期间我国潜在 GDP 增速将持续下行（由 2021 年的 5.87% 降至 2035 年的 4.21%）。2021 年，深圳市常住人口 1768.16 万人，同比增长 0.27%，两年平均增长 1.67%，深圳市近年来常住人口增速有所减缓。但根据 2021 年 5 月发布的第七次普查人口结果，截至 2020 年 11 月 1 日深圳常住人口达 1756.01 万人，与第六次普查相比十年间增长 68.46%。其中，15—59 岁常住人口规模占比达 79.53%，高于全国 16.18 个百分点，深圳市对劳动力人口具备较强的虹吸能力，这是深圳城市充满活力的重要体现。资本投入与技术创新方面，按照《深圳市科技创新“十四五”规划》目标，到 2025 年，深圳全社会研发投入占地区生产总值比重为 5.5%~6%，全社会基础研究经费投入占研发经费比重为 5.5%~6%，每万人口高价值发明专利拥有量 108 件，技术合同成交额 1500 亿元，深圳国家高新区生产总值达 1.1 万亿元，国家级高新技术企业数量超过 2.2 万家，公民具备科学素质比例达 25%。深圳作为国家经济特区、中国特色社会主义先行示范区，同时作为粤港澳大湾区发展的核

心引擎之一，其综合经济实力已然位于全国前列，并综合考虑其对劳动力人口的虹吸能力、资本投入和技术创新情况，可以预计未来深圳经济发展韧性将持续显现。

此外，政府方面积极的规划政策对于深圳写字楼市场亦具有一定的调控指导作用。2019年以来，深圳市针对区域发展、土地规划等推出台多项政策，详见表1。

表1 2019年以来深圳市主要规划政策

政策文件	发布机构	发布时间	主要内容
《粤港澳大湾区发展规划纲要》	国务院	2019年2月	以香港、澳门、广州、深圳四大中心城市作为区域发展的核心引擎，继续发挥比较优势做优做强，增强对周边区域发展的辐射带动作用。以深圳、东莞为核心在珠江东岸打造具有全球影响力和竞争力的电子信息等世界级先进制造业产业集群；支持深圳建设保险创新发展试验区；在深圳前海建立港澳创业就业试验区；
《关于既有商业和办公用房改建为租赁住房有关事项的通知（征求意见稿）》	深圳市住房和建设局	2020年1月	既有商业和办公用房可申请改建为租赁住房，但改建项目不改变原土地用途、土地使用年限和容积率。改建项目整体确权、整体转让，不得分拆确权、分拆转让、分拆抵押、分割出售
《深圳市科技创新发展“十四五”规划》	深圳市科技创新委员会	2020年8月	到2025年，深圳将建成现代化国际化创新型城市，成为粤港澳大湾区国际科技创新中心的重要引擎，加快建设具有全球影响力的科技和产业创新高地。建设4个平台，包括光明科学城、河套深港科技创新合作区、前海深港现代服务业合作区、西丽湖国际科教城。建设深圳高新区深圳湾、坪山园区、宝安园区、坂雪岗-观澜、九龙山-福民等11个创新集群区。
《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020—2025年）》	中共中央办公厅 国务院	2020年10月	将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项委托深圳市政府批准。
《深圳市国民经济和社会发展的第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》	深圳市发展和改革委员会	2021年6月	现代产业体系核心竞争力大幅提升，新经济发展国际领先，在构建高质量发展的体制机制上走在全国前列，经济总量超过4万亿元，战略性新兴产业增加值超过1.5万亿元；全社会研发投入占地区生产总值比重达5%；
《深圳市国土空间总体规划（2020—2035年）》	深圳市规划和自然资源局	2021年6月	新增建设用地优先保障粤港澳大湾区和深圳先行示范区建设重点项目。以福田、罗湖、南山和前海深港现代服务业合作区为基础，将宝安区的坂田、布吉、吉华和南湾街道等区域纳入都市核心区范围，促进都市核心区扩容提质。

《关于进一步加大居住用地供应的若干措施（征求意见稿）》	深圳市规划和自然资源局	2021年7月	2035年全市常住人口人均住房面积达到40平以上，年度居住用地供应量不低于总量30%。 提高居住用地比例，允许商业改为居住用途等内容。
《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》	中共中央办公厅 国务院	2021年9月	前海合作区总面积由14.92平方公里扩展至120.56平方公里。 到2025年，高端要素集聚、辐射作用突出的现代服务业蓬勃发展，对粤港澳大湾区发展的引擎作用日益彰显。到2035年，建立健全与港澳产业协同联动、市场互联互通、创新驱动支撑的发展模式，建成全球资源配置能力强、创新策源能力强、协同发展带动能力强的高质量发展引擎。
《关于发展壮大战略性新兴产业集群和培育发展未来产业的意见》	深圳市人民政府	2022年6月	坚持集中连片、集约节约，突出高端先进制造， 在宝安、光明、龙华、龙岗、坪山、深汕等区，规划建设总面积300平方公里左右的20个先进制造业园区 ，形成“启动区、拓展区、储备区”空间梯度体系，加大园区土地连片整备力度，实施区域生态环境评价，建设一批定制化厂房，为战略性新兴产业发展提供坚实的空间保障。
《关于支持深圳探索创新财政政策体系与管理体制的实施意见》（财预〔2022〕139号）	财政部	2022年10月	考虑深圳人口持续净流入对住房的需求， 加大中央预算内投资对深圳保障性住房筹集建设的补助 ，加大中央财政城镇保障性安居工程补助资金对深圳公租房、保障性租赁住房 and 老旧小区改造的支持力度，推动解决大城市住房突出问题。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

从规划政策方面来看，深圳将从大湾区、深圳都市圈、深汕特别合作区三个视角入手，立足大湾区、加快建设深圳都市圈、高标准建设深汕特别合作区，同时注重科技研发，以实现产业链延伸和附加值提升。**深圳市规划政策将催生更多的写字楼供给和租赁需求，同时也将带来写字楼与住宅房地产市场供应的结构调整。**

结合经济环境、历史运营情况及政策背景，我们认为未来深圳写字楼运营情况有如下发展趋势：

供给端

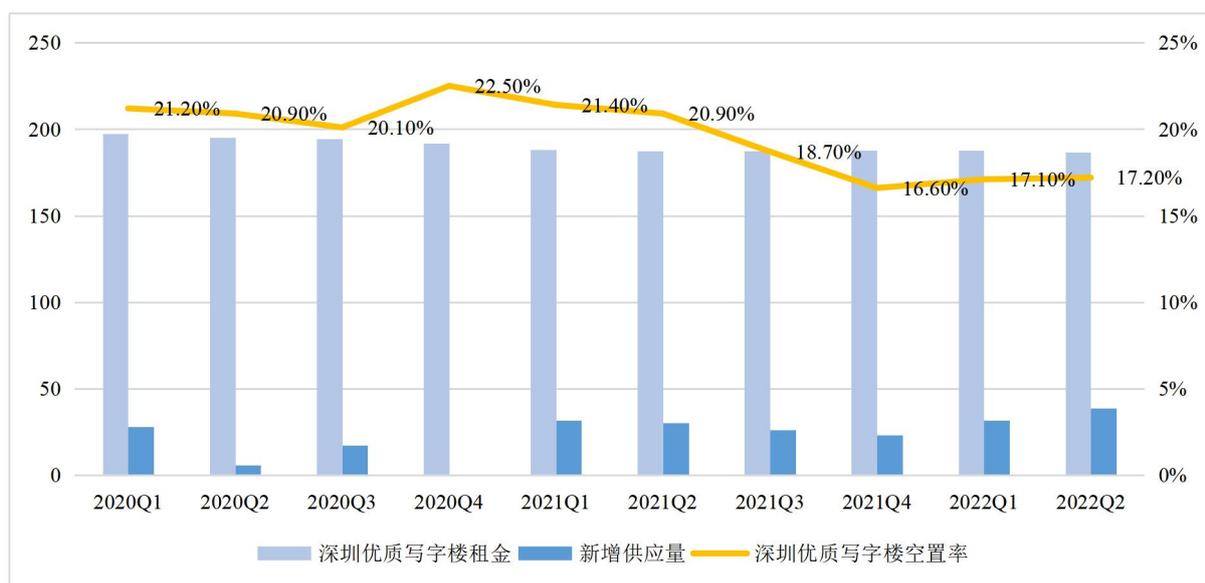
根据深圳市的政策规划、城市定位及发展现状，预计未来深圳写字市场将迎来大规模供应，尤其是福田、罗湖、南山和前海深港现代服务业合作区。根据《深圳市国土空间总体规划（2020—2035年）》，深圳将以福田、罗湖、南山和前海深港现代服务业合作城市定区为基础，将宝安区的坂田、布吉、吉华和南湾街道等区域纳入都市核心区范围，促进都市核心区扩容提质。同时，《深圳市科技创新发展“十四五”规划》明确提出，到2025年，深圳将建成现代化国际化创新型城市，成为粤港澳大湾区国际科技创新中心的重要引擎，加快建设具有全球影响力的科技和产业创新高地。根据戴德梁行公开数据，2022—2026年深圳市甲级写字楼的计划供应量将超过600万平方米，核心商务区占90.2%，集中在南山区，非核心板块占比9.8%，**商务发展格局向西延伸的趋势显著**。另一方面，前海、深圳湾超级总部基地的大量总部自用物业将一定程度上缓解去化压力。随着新项目的累积入市，写字楼供应商将更关注租户体验，采取多样化租赁策略如更加灵活的租赁条款、延长免租期等

等，同时提升招商运营综合能力等以吸引新用户。

需求端

受益于多样化的招商模式、灵活的定价策略、市场信心提振及供应量有所降温，2022 年第二季度深圳市优质写字楼空置率持续下降至 17.20%，吸纳情况良好。2022 年上半年，深圳市优质写字楼租金水平为 186.50 元/平方米·月，租金环比下降 0.64%。在全国经济全面复苏，疫情有效防控的背景下，同时受新增供应不断释放的影响，未来租金水平有所下跌但跌幅有望继续收窄。此外，2021 年以来深圳市写字楼空置率下行的一个重要原因是深圳新增写字楼供应迎来降温。为避开写字楼招租难等问题，一些开发商放缓了入市步伐。同时，鉴于深圳市稳中趋好的经济发展态势，预计企业会逐步释放其办公需求，且房地产市场进入深度调整期，空置率水平将短期内保持高位但综合考虑供给和需求长期作用将保持在一定区间波动。

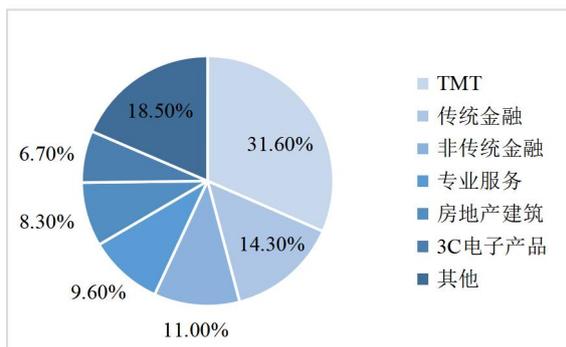
图 9 2020—2022 年上半年深圳市优质写字楼租金及空置率变化情况（单位：元/平方米·月、万平方米）



注：部分年份未公开净吸纳量数据
资料来源：Wind 数据，联合资信整理

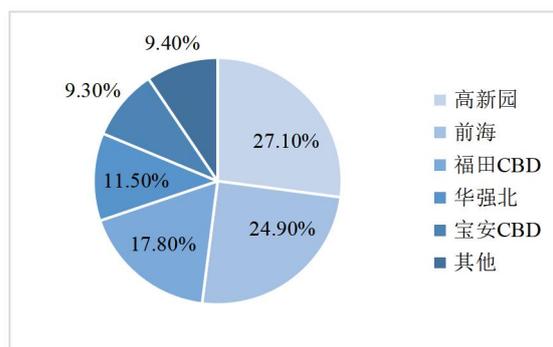
从细分区域来看，2022 年上半年高新园片区仍然是办公租赁需求热点区域，吸纳量占全市优质写字楼的 27.10%，高居各片区之首。以前海等片区为代表的新兴商务区，吸纳表现也较为突出，主要来源于提供租金优惠的归巢计划和产业挂牌补贴等政策助力新兴片区承接大量新增需求，吸纳量占全市优质写字楼的 24.90%。福田 CBD 商业集群成熟且呈多元化，金融、服务等行业去化主力租赁需求增长较为平稳。随着粤港澳大湾区的建设，深圳的区域吸引力不断增强，在政府引导下也将不断吸引准入产业相关的企业进驻，带动区域写字楼市场热度攀升。同时结合深圳市规划建立科技和产业创新高地的新发展政策，未来高新园、前海、福田 CBD 仍将成为优质写字楼租赁热点区域。

图 10 2022 年上半年深圳市优质写字楼不同行业租赁需求



资料来源：世邦魏理仕，联合资信整理

图 11 2022 年上半年深圳优质写字楼市不同区域租赁需求



资料来源：世邦魏理仕，联合资信整理

深圳市写字楼类标的资产价值对资产支持证券（票据）的保障作用

写字楼作为资产支持证券（票据）项目的传统标的资产类型，区域环境、租户质量、历史运营情况（空置率、租金水平、租金增幅等）均需重点关注。结合前文深圳市写字楼市场情况分析以及以往项目经验，评级机构分析对深圳市写字楼类标的资产价值对资产支持证券（票据）的保障作用从以下角度进行：

空置率方面，2010—2018 年深圳市优质写字楼空置率基本在[5.30%,11.37%]区间波动，2019 年以来，在需求缩减及供给过剩的双重挤压下空置率波动区间提升至[13.30%,22.50%]。我们认为未来深圳市优质写字楼因受新冠肺炎疫情反复及新增供应影响平均空置率水平短期内仍将处于高位，长期空置率水平将稳定在[8.00%,15.00%]。需要说明的是，由于地段、质量水平、管理水平和成熟度的不同，写字楼长期稳定空置率个体差异将普遍存在。

租金水平方面，2019 年以来至 2022 年上半年，深圳市优质写字楼市场租金水平受到监管政策、产业结构调整、新冠肺炎疫情间断式爆发等因素复合影响，租金水平逐渐下降。剔除以上影响外，2010—2018 年，深圳市租金水平始终保持温和上涨的态势，季度环比增幅均值为 1.75%。鉴于未来宏观环境的改善、疫情防控措施的优化调整及深圳市未来发展趋势，租金水平短期内会存在一定波动，长期将呈现相对稳定的增长趋势，预计深圳市写字楼租金年增幅将保持在 0%~5%左右。

区域位置方面，随着深圳市光明科学城、河套深港科技创新合作区及深圳高新区深圳湾等平台/创新集群区发展逐渐成熟，写字楼租赁市场将呈现多中心化。同时，不同区域位置的写字楼的运营情况（空置率、租金水平、租金增幅等）等差距将趋于明显。我们认为随着未来政策规划的逐步落地，配套设施的逐渐完善，新兴区域的写字楼租赁市场潜力将得到释放。成熟区域的写字楼运营状况（包括但不限于交通便捷度、周边配套、空置率、租金水平等）相对更加稳定，且历史运营情况可参考性较高，位于成熟区域的标的资产价值保障作用相对更强。

租户行业分布方面，高速发展的 TMT 行业和金融业是深圳市优质写字楼租赁市场发展的坚实基础。我们认为上述行业的租户续租能力较强，写字楼租户涉及 TMT 和金融行业的比重将于其价值保障程度成正向关系。

总体来说，标的资产价值受多方面因素影响，稳定的空置率及租金水平以及良好的区域位置、租户质量将有助于支撑标的资产对资产支持证券（票据）的保障作用，项目实操中针对上述因素过于乐观的预测需谨慎对待。